

하이트진로

(000080.Kospi)

취한다.. 업계1위를 향한 하이트진로의 독주에

목표주가 44,000원으로 투자의견 매수 제시

Target PSR 1.238 과 Forward SPS 34,045 원을 통해 42,000 원, EV/EBITDA Valuation을 통해 44,000원의 목표주가가 도출되어 매수 의견 제시한다. 20년 매출액은 2조35억원(YoY +7.9%), 영업이익은 2067억원으로 예상된다. 1) 주세법 개정과 정부의 주류 규제개선안 발표로 침체 되어있던 주류산업의 성장 가능성과 2) 19년에 출시한 신제품 테라와 진로이즈백의 흥행으로 하이트진로는 상당 부분 M/S를 확보하고 있는 것으로 판단된다. 신제품 출시로 인한 실적 변동폭이 컸기 때문에 신제품을 출시한 19년을 기준으로 YOY 변동분에 근거하여 실적을 추정하였다.

규제산업에서 성장산업으로

맥주와 탁주에 대한 종량제 전환을 골자로 한 주세법 개정안과 더불어 지난달 19일 국세청과 기획재정부는 주류 산업에 대한 규제 완화 방침 19가지를 발표했다. 이번 규제 개선안은 주류의 제조, 유통, 판매 등의 전 과정에서의 규제완화 방안이 포함되었다. 동사는 신제품의 흥행과 함께 이러한 주류 산업 규제 완화에 대한 수혜를 입을 것으로 기대된다.

강력한 제품 포트폴리오

코로나19로 인하여, 전체 주류 매출에 60%이상을 차지하는 업소용 매출 하락은 피해갈 수 없는 시나리오다. 실제로 하이트진로의 경쟁사인 롯데칠성음료의 주류사업부문 1Q20 매출액은 1,390억원(YOY -30.01%), 오비맥주는 19년 매출액 1조5천421억원(YOY - 9.19%)로 부진을 면치 못했다. 반면 동사는 1Q20 매출액 5,339억원(YOY + 26.21%)를 기록하며 미증유의 위기 속에서도 폭발적인 매출 성장을 이루어냈다. 소주 부문 신제품 진로이즈백이 기존의 참이슬의 매출을 침식하지 않고 동반 성장하여 소주 부문에서 시너지 효과가 일어났고 맥주 테라 출시로 6년간 적자를 기록했던 맥주 사업부문에서 흑자를 달성하였다. 기존 캐시카우인 참이슬과 함께 신제품 테라, 진로가 하이트진로의 견조한 실적 상승세를 유지시킬 것으로 예상된다.

FY (Dec)	2017	2018	2019	2020E
매출액 (억 원)	18,899	18,856	20,531	23,877
매출총이익 (억 원)	8,038	7,619	8,718	11,314
영업이익 (억 원)	872	904	882	2,067
순이익 (억 원)	127	223	-424	845
EPS (원)	178	312	-594	1,205
ROE (%)	1.01	1.87	-3.86	7.42
P/E (x)	135.43	53.17	N/A	36.51
P/B (x)	1.38	1.00	1.96	2.71
Dividend yield(%)	3.32	4.82	2.41	3.52

Source: 하이트진로, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE

이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다

알코올음료 제조업

Company report

2020.06.11

투자의견(매수) Buy

Target Price (12m, Won) 44,000

Current Price (20.06.8, Won) 37,150

Upside Potential 18.43%

Total Asset(억원) 32,709
listed Stocks KOSPI

Charterd Capital (억원) 10,332
EPS 20F(원) 1,205
P/E (20F) 36.52
Market P/E (19) 28.42
KOSPI 2195.69

Market Cap(억원) 26,055
Shares Outstanding 70,133,611
주요주주
하이트진로홀딩스 외 9인 53.81%
국민연금공단 8.67%
Beta(12M) 0.746
52-Week Low 20,300
52-Week High 38,800



Analyst

방성우(01045330993)

danny.bang@hotmail.com

Research Associate

김태은(01067569592)

pony0075@naver.com

신혜인(01071652965)

godhi420@naver.com

이보원(01023651942)

3561942@naver.com



Valuation

1. PSR Method

본 리서치 팀은 PSR 밸류에이션을 통해 추정된 42,000원을 목표주가로 제시하며 상승여력 13.05%, 투자의견 매수를 주장한다.

동사는 신제품 테라와 진로이즈백 출시로 시장점유율을 확대하고 있으며 이번 1Q20 실적이 컨센서스를 크게 상회하면서 어닝서프라이즈를 기록했다. 다음해의 매출액을 추정하는 데 있어 1Q19와 1Q20의 사업부문별 YOY 매출액 증가율을 바탕으로 소주와 맥주 사업부는 20%의 매출상승률을 적용하여 매출액을 추정했다. 다만 생수 사업부문에서의 매출액 급증은 코로나 사태로 인한 비정상적 수요 증가로 인한 상승으로 판단하여 증가율을 반영하지 않고 3년 평균치를 사용했다. 기타 사업부문에서의 매출 하락은 동일하게 감소율을 반영하여 산정했다.

Target PSR Multiple을 선정하는 데 있어서는 현 시점의 시가총액에서 3개년 매출액 평균을 나눠 1.238로 산정했고 Forward SPS를 2020F의 매출액에서 유통주식수를 나눈 34,044.45원으로 적용하여 Target Price 42,160.37원을 도출하였다.

[표] 연간 1분기 매출 성장률

	1Q19	YOY	1Q20
소 주	251,738,305	27%	319,199,595
맥 주	139,063,399	29%	180,014,069
생 수	19,744,403	21%	23,939,941
기 타	12,425,575	-14%	10,717,928
(단위:천원)			

자료: 하이트진로 사업보고서

[표] PSR Valuation

3년 매출평균	19,368.67
Target PSR	1.238391841
Forward Sales per share	34,044.45
P	42,160.37
current price(6/8)	37,150
upside potential	13.487%
(단위: 억원, 배, 원, %)	

자료: POSTRADE 리서치1팀

[표] 하이트진로 사업부문별 매출액 가정

(단위:천원)	2017	2018	2019	2020F
소주 매출	1,053,847,310	1,064,437,462	1,156,483,669	1,387,780,403
맥주 매출	773,622,518	745,980,460	726,608,430	871,930,116
생수 매출	66,957,246	77,189,611	96,446,313	80,197,723
기타 매출	46,229,070	54,681,322	55,525,555	47,751,977
영업이익	87,249,749	90,442,083	88,246,564	206,737,798,515

자료: 하이트진로 사업보고서, 한국외국어대학교 POSTRADE Research1팀 추정



Valuation

2. EV/EBITDA Valuation

본 리서치 팀은 앞서 PSR valuation을 통해 목표주가를 도출해냈지만 보다 정교한 추정을 위해 추가적으로 EV/EBITDA valuation도 활용하였다. Target Multiple은 Peer groups의 평균 값을 참고하여 11을 적용한다(Appendix 표1 참조). EV/EBITDA valuation를 통해 추정된 44,000원을 목표주가로 제시하며 상승여력 16.25%, 투자이건 '매수'를 주장한다.

[표] EV/EBITDA Valuation

단위: 억원, 배, 원	2017	2018	2019	2020E	2021E
EBITDA	2,069	2,154	2,362	3,664	3,765
Net Debt	6,445	7,617	10,152	9,643	11,604
EV				40,304	45,180
Target Multiple				11	12
Target Price				43,718	47,875
Current Price				37,850	37,850
Upside potential				16.25%	26.82%

자료: 한국외국어대학교 POSTRADE Research1팀 추정

2.1 영업이익 추정

동사의 적절한 영업이익을 구하기 위해 매출 성장률을 사업부문별로 구분하여 적용하였다. 앞서 PSR valuation을 통해 이미 사업부문별 매출액을 구하였고 동사의 전체 매출액은 그 합으로 한다.

2020년 매출원가를 추정하기 위해 3년 평균 매출원가상승률을 참고하였다. 동사의 매출원가상승률은 평균 3.45%대로 유지되어 왔지만 추후 매출액 상승분을 반영하여 8%로 설정하였고 2021년 매출원가는 동사의 평균 매출원가율이 60%미만인 것을 반영하여 매출액의 58%로 설정하였다. 2020년 판관비는 하절기 마케팅 비용의 증가로 인해 광고선전비가 상승할 것으로 예상되고 감가상각비 상승률과 동사의 100억 정도의 대손충당금 설정 등을 고려해 18%의 판관비 상승률을 적용하여 추정하였고 이를 바탕으로 영업이익을 산출했다.

[표] 하이트진로 전체 매출액 가정

	2017	2018	2019	2020F	2021F
수익(매출액)	1,889,910,216,355	1,885,626,108,724	2,035,063,966,997	2,387,660,219,433	2,545,619,968,000
매출원가	1,086,067,408,651	1,123,765,706,433	1,163,221,150,681	1,256,278,842,735	1,476,459,581,440
매출총이익	803,842,807,704	761,860,402,291	871,842,816,316	1,131,381,376,698	1,069,160,386,560
판매비와관리비	716,593,059,063	671,418,319,604	783,596,252,697	924,643,578,182	851,469,082,625
영업이익	87,249,748,641	90,442,082,687	88,246,563,619	206,737,798,515	217,691,303,935
OPM	4.62%	4.80%	4.34%	8.66%	8.55%

자료: 한국외국어대학교 POSTRADE Research1팀 추정



Valuation

2.2 EBITDA 추정

EBITDA는 영업이익에 감가상각비와 무형자산상각비를 더하여 계산한다. 2020년 이후 감가상각비 및 상각비를 추정하기 위해 각각 구분하여 계산하는 것이 아니라 감가상각비와 상각비의 합의 3년 평균상승률인 7.88%를 적용하여 구하였다.

[표] 하이트진로 EBITDA 추정

	2017	2018	2019	2020E	2021E
EBITDA	206,898,846,478	215,410,545,709	236,221,078,065	366,372,704,699	376,456,561,113
O.Earning	87,249,748,641	90,442,082,687	88,246,563,619	206,737,798,515	217,691,303,935
Dep	112,042,970,248	113,946,646,433	137,580,597,846		
Amort	7,606,127,589	11,021,816,589	10,393,916,600		
Dep+Amort	119,649,097,837	124,968,463,022	147,974,514,446	159,634,906,184	158,765,257,178

자료: 한국외국어대학교 POSTRAD Research1팀 추정

2.3 순부채 추정

순부채는 이자지급성부채에서 현금성자산을 차감하여 구하였다. 당사는 당기에 1,480억 원 규모의 회사채를 발행한다고 증권신고서를 제출하였다. 2020년도 이자지급성 부채 중 장기사채 항목에 이를 반영하기 위해 장기사채의 3년 평균치에 사채 발행액 1,480억을 가산하였다. 당사는 또한 19년에 출시한 신제품들의 흥행으로 현금창출능력이 개선되어 회사채 등급도 상승하였다. 따라서 1Q20 장부상의 현금 및 현금성자산을 25% 할인하여 동사의 증가한 현금성자산을 2020년 장부에 반영하였다.

현금성자산 중 단기금융상품의 추정은 사용이 제한된 단기금융자산을 전체 단기금융자산에서 차감하여 계산했다. 비록 미미한 수치이지만 보다 정교한 추정을 위해 사용이 제한된 단기금융자산 346,500,000원을 전체 단기금융자산에서 차감했다.

[표] 하이트진로 전체 순부채 추정

단위:억원		2017	2018	2019	2020E	2021E
a. 이자지급성부채	단기차입금	4,601.64	4,394.77	3,163.35	4,053.25	14,727.93
	유동성장기부채	2,199.26	2,249.15	2,156.74	2,201.72	
	장기사채(계)	3,671.92	3,721.80	3,990.78	5,274.83	
	장기차입금(계)	1.80	286.50	1,125.80	741.53	
	금융리스부채			1,278.71	1,240.21	
b. 현금성자산	현금및현금등가물	2,874.42	2,909.68	1,442.21	3,747.41	3,123.50
	단기금융상품	1,155.09	125.93	117.64	121.63	
	계	4,029.51	3,035.61	1,559.84	3,869.03	
c. 순부채	c=a-b	6,445.10	7,616.61	10,155.53	9,642.51	11,604.43

자료: 한국외국어대학교 POSTRAD Research1팀 추정



산업분석

주류 산업

정부의 규제와 보호를
동시에 받는 산업

주류 산업은 주요 조세 수입원으로서 국민건강보호정책이나 각종 규제 등을 통해 통제되는 한편, 국내 주류 산업의 경쟁력 강화를 위해 정부의 산업육성정책의 일환으로 보호를 받으며 안정적으로 성장해왔다. 대표적인 주류로 소주와 맥주가 국내 주류 시장의 대부분을 차지하고 있으며 최근 소비자들의 주류에 대한 수요가 다양해지고 있어 과일소주, 발포주, 탄산주 등이 출시되었고 주류 제조업체들은 다양해진 시장 니즈에 대응하고 시장 점유율 확보에 초점을 맞추고 있다.

주류 산업은 무엇보다 높은 시장점유율을 차지하는 것이 중요하다. 주류 산업이 대규모 설비 투자가 필요한 장치산업 이므로 인건비, 감가상각비 등의 고정비가 차지하는 비중이 크기 때문에 출하량 및 생산량에 따라 실적이 크게 좌우된다. 따라서 영업 레버리지 효과를 극대화시키려면 충분한 M/S확보와 공장 가동률을 높이는 것이 요구된다.

국내 주류시장 동향

사회적 거리두기,
유흥업소 집합금지
명령 등 코로나19의
영향으로 영업용 매출
감소 불가피

지난 1월 말부터 코로나19 확산으로 글로벌 경기 침체가 지속되어 투자심리, 소비심리 모두 위축되었다. 최근 금융시장은 바이러스 확산세가 완화되어 회복하는 모습이지만 실물 경제는 경제활동이 재개되어도 회복이 더딘 상태다. 고용 지표 부진과 특히 소비자심리지수(CCSI)가 70.8로 2008년 리먼 사태 이후로 가장 낮은 수치로 내수 경제가 많이 위축되어 있는 상태이다. 주류의 유통 구조를 보면 업소용과 가정용 주류로 나뉘는데 전체 매출에서 업소용 매출이 60%를 차지하고 있어 주류 업계는 이러한 얼어붙은 소비심리, 사회적 거리두기 및 유흥업소 집합금지명령 등으로 인해 업소용 매출에서 타격이 있을 것으로 예상된다.

매출의 큰 비중을 차지하는 업소용 매출의 타격으로 인한 주류산업의 전망은 암울해 보이긴 하지만 최근 사회적 거리두기를 지속하면서 집에서 음주를 즐기는 홈술 및 혼술 트렌드가 늘어나면서 줄어드는 업소용 매출을 가정용 채널에서 일부 커버할 것으로 예상된다.

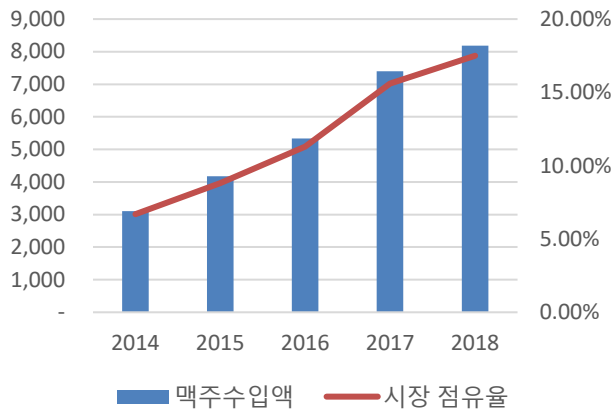
주52시간 근무제, 김영란
법, 주류 과세 체계
불균형 등으로 국내 주류
출고량 감소 추세

주 52시간 근무제 도입과 김영란법의 시행 등으로 2차 술자리가 감소하는 등 회식 음주문화가 변화하고 있으며 음주로 인한 많은 사건사고들이 발생하자 윤창호법이 시행되어 음주 사고에 대한 처벌이 강화되었다. 또한 수입주류와 국산 주류 간의 주세의 과세체계 차이로 인해 국산 주류는 수입 주류와의 가격 경쟁에서 밀리는 상황이었다.

주세법 개정 전에 맥주에 대한 세금은 종가세를 기준으로 하여 수입맥주의 과세표준은 수입가액 + 관세인 반면, 국산 주류에는 제조원가+판관비+이윤이 과표에 잡혀 공장출고가가 수입 주류에 비해 더 비쌀 수밖에 없었다. 이러한 제도적 변화와 과세체계의 불균형으로 인해 국내산 주류 출고량은 2014년을 기준으로 최근 5년간 감소했지만 수입 주류의 출고량은 오히려 증가하여 국내 주류와 수입 주류 간의 경쟁은 더 치열해졌고 국내 주류 산업의 성장은 정체되고 있었다.

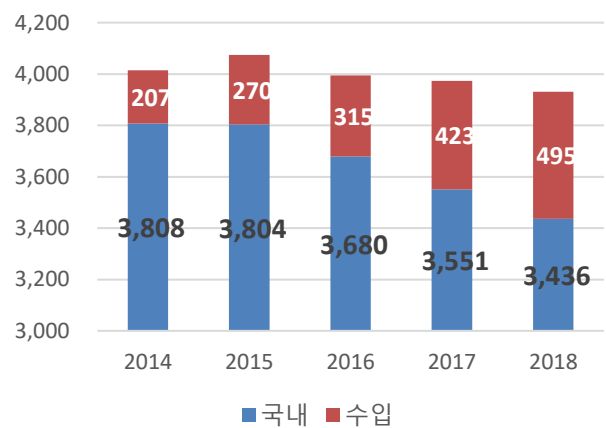
산업분석

[그림] 연도별 수입맥주 수입액 및 시장점유율



자료: 국세청, PSTRADE RESEARCH 1팀

[그림] 주류 출고량 추이



자료: 국세청, PSTRADE RESEARCH 1팀

하지만 수입 맥주의 상승세는 지난해 하반기부터 수그러들고 있다. 한일 무역 분쟁으로 인해 일본 제품에 대한 불매운동이 시작되었고 일본산 맥주가 불매품에 포함되어 국내 맥주 업계가 이에 대한 반사이익을 보게 된 것이다. 불매운동이 시작된 7월 이후의 전체 맥주수입량을 보면 가장 불매운동이 심화되었던 9월의 수입량은 전년 동기 대비 8백만 달러 이상 감소하였다. 또한 이번 해 1분기의 수입량을 지난해 동기와 비교해보더라도, 2019년도 1월 2750만, 2월 1767만, 3월 2822만 달러에서 2020년도 1월 1708만, 2월 1708만, 3월 1667만 달러로 나타나는 등 수입규모의 감소를 찾아볼 수 있다. 특히 지난 하반기 하이트진로의 '테라'는 공교롭게 일본 맥주 불매운동의 특수에 올라타 시장점유율이 상승하고 있으며, AB inbev의 'Cass'와 경쟁하며 국내 맥주 시장 점유율 1위 탈환을 도전하고 있다.

주세법 개정으로 인한 C 감소

지난해 11월 국회 기획재정위원회에서 통과시킨 주세법 개정안은 2020년 1월 1일부터 시행되었다. 기존의 맥주와 탁주에 부과했던 종가세 방식의 세금이 종량세 기준으로 바뀐 것이다. 종가세 체계 하에서 국내 제조 맥주의 경우 출고 시점 가격으로 주세를 부과했으며 이는 과세표준에 판관비, 매출이익 등이 포함되는 것을 의미한다. 반면, 수입 맥주는 수입신고 시점에 주세를 부과하여 수입가액과 관세만 과세표준에 포함되어 상대적으로 수입 맥주에 대한 세금은 국산 맥주에 비해 적게 부과되어 왔다. 따라서 수입 맥주는 가격 경쟁력에 있어 국산 맥주보다 우위에 있게 되어 편의점에서 쉽게 볼 수 있던 4캔 만원과 같은 저가 정책으로 시장 점유율을 차지할 수 있었다.

이러한 상황에서 주세의 종량세 전환은 국산 맥주의 경쟁력을 제고할 수 있을 것으로 보인다. 국산 맥주이든 수입 맥주이든 주세액은 양에 따라서 부과되기 때문에 종가세 체계 하에서 국산 맥주, 수입 맥주 그리고 수제 맥주 간 가격 차이가 발생했지만 이번 종량세 전환으로 맥주 주종은 출고가에 상관없이 리터 당 830.3원이라는 동일한 세금을 적용 받는다. 또한 종가세 하에서 캔 용기 제조비용이 과세표준에 포함되었지만 종량세 체계에서는 과표에서 제외된다. 기존의 수입맥주의 평균 주세는 764.52인데 종가세 전환으로 76원 정도 오를 예정이다. 따라서 상대적으로 가격 경쟁에서 밀렸던 국산 맥주와 수제 맥주는 시장 점유율 확대와 C의 감소로 인한 이익 개선이 나타날 것으로 예상된다.

일본 맥주 불매운동과 주세법 개정으로 국내산 주류의 가격 경쟁력 제고

증가세 → 종량세 전환
맥주 주세 ㄹ 당 830.3원

산업분석

우리가 "한 병 더!"를 외치는 이유(Q)

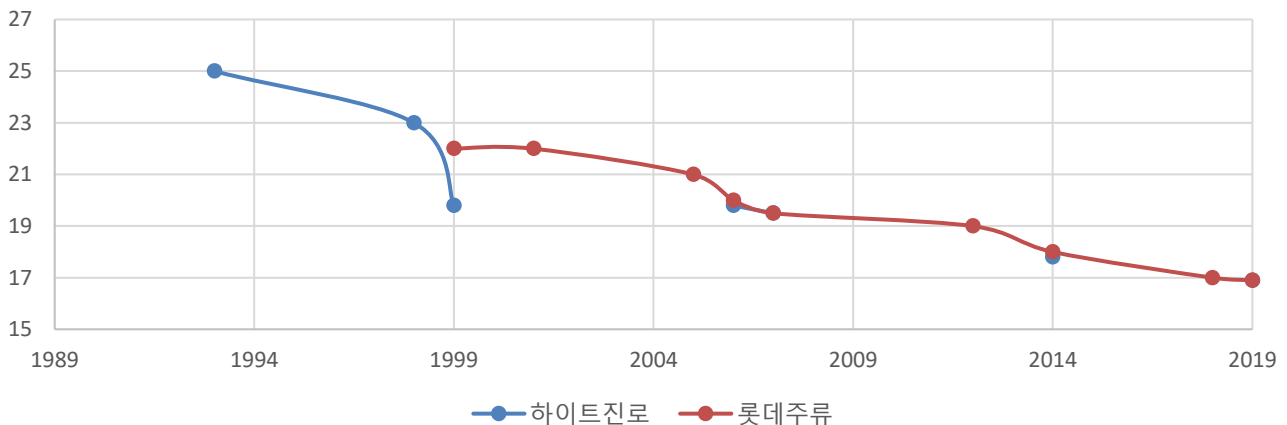
보건복지부 국민건강영양조사의 월간 음주율 통계를 보면 남성은 감소했고 여성은 증가하여 전체 음주율은 60%대로 큰 변동이 없는 반면, 고위험음주율 통계를 보면 2013년을 기준으로 꾸준한 증가 추세를 보이는데 특히 여성의 고위험음주율의 증가 폭이 컸다. 1회 평균 음주량이 7잔(여자 5잔) 이상이며 주 2회 이상 음주하는 것을 고위험 음주로 집계했다. 이 두 자료를 종합해보면, 술자리를 갖는 횟수는 이전과 크게 다르지 않지만 한 번 모여서 마시게 되면 많이 마시게 되는 최근의 음주 소비패턴을 확인할 수 있다.

이러한 음주소비 패턴이 나타나게 된 것은 주류 제조사들이 소주의 도수를 계속해서 낮추고 있기 때문이다. 참이슬이 처음 출시되었던 때 23도, 처음처럼이 20도부터 시작해서 점점 내려가다가 지금에 와서는 16.9도로 약 6도 정도 낮아졌다. 예전에 소주 한 병 마시고 취해서 집에 들어갔다던 요즘은 한 병을 초과해서 마셔야 취할 수 있는 것이다.

술에 물 타서 도수는 내리고 가격은 올리고(P)

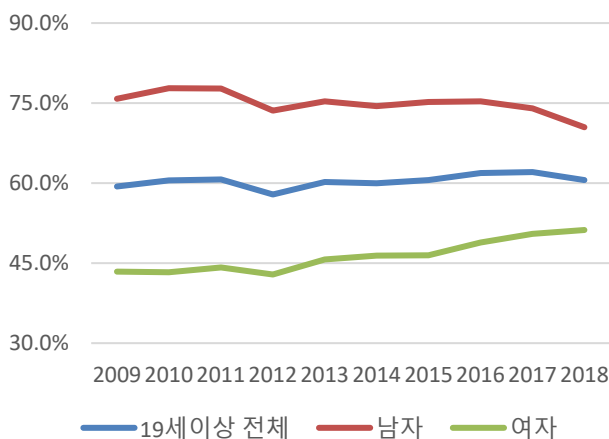
최근 주류 업체들은 소주의 알코올 도수를 낮추고 있는 한편, 소주의 출고가(P)는 꾸준히 인상해 왔다. 최근 소주 가격을 인상한 업체들은 하이트진로, 무학 등이 있다. 하이트진로는 2019년 5월부터 기존 가격 1015.7원에서 6.45% 상승한 1081.2원으로 참이슬 출고가를 인상했고 무학은 좋은데이 시리즈의 출고가격을 2020년 1월 13일부터 6.5% 인상했다. 여성의 음주율이 최근 증가하고 있는 추세이고 이에 따라 시장은 새로운 타겟의 니즈에 맞게 저도화 트렌드를 이어가고 있다.

[그림] 국내 소주 제품들의 도수 변화



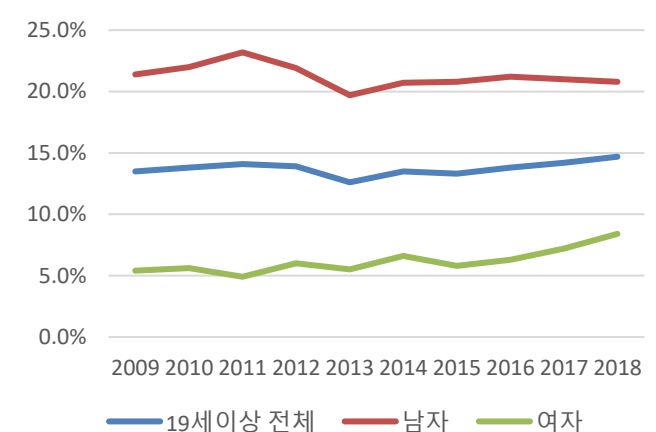
자료: 한국외국어대학교 POSTRADE

[그림] 월간 음주율



자료: 보건복지부, 한국외국어대학교 POSTRADE

[그림] 고위험 음주율



자료: 보건복지부, 한국외국어대학교 POSTRADE

산업분석

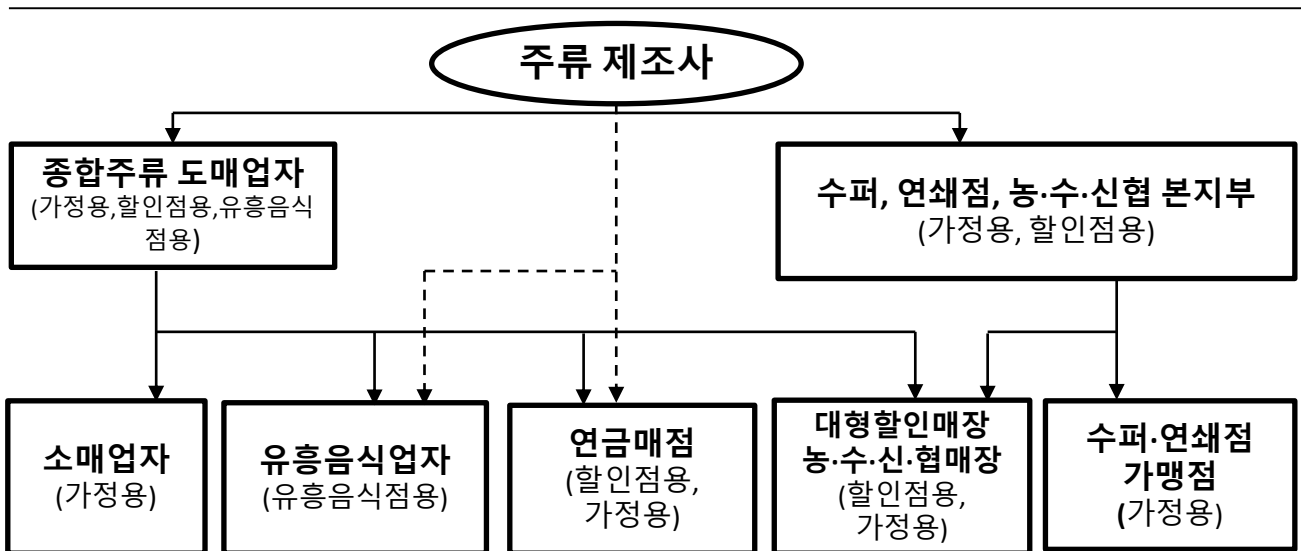
주류산업의 밸류체인

주정제조업체
↓
대한주정판매(주)
↓
주류제조업체

주류 생산 과정은 소주의 경우, 주원료인 주정으로부터 시작한다. 주정이란, 전분이 함유된 물료 또는 당분이 함유된 물료를 발효시켜 알코올분 85도 이상으로 증류한 것이다. 주정의 증류로는 발효주정과 합성주정으로 나뉘지만 술의 원료가 되는 주정은 발효주정이다. 전분질의 원료인 쌀, 보리, 고구마, 타피오카 등을 통해 주정을 생산한다. 국내 주정생산 업체는 9개의 회사가 있으며 이들이 생산한 발효주정을 대한주정판매(주)가 전량 구매하여 검사하고 전국의 수요자에게 독점 공급하는 역할을 하고 있다. 여기까지를 주류 산업의 후방산업으로 볼 수 있다. 주류 제조사들은 이렇게 공급된 주정을 가지고 물과 첨가물 등을 넣고 희석하여 소주를 생산하고 도소매업자들을 거쳐 최종적으로 소비자에게 공급하는 전방산업에 속하게 된다.

이렇게 제조된 주류들은 주류 도매상을 거쳐 마트, 편의점, 식당, 유흥업소 등의 소매점으로 유통되어 최종소비자에게 이르게 된다. 소매점에서 최종소비자에게 공급되는 단계에서 음식점이나 바·호프 등에서 유통되는 유흥시장과 대형마트·편의점을 통해 소비되는 가정시장이 있는데 여기서 주류는 업소용과 가정용 주류로 나뉘게 된다. 주류 제조 업체는 원칙상 주류 제조 면허만 발급되고 유통 면허는 발급되지 않기 때문에 원칙상 최종소비자와 거래할 수 없는데 주세법은 유통의 편의를 위해 제조업체에게 관할 국세청장의 허가를 받아 직매장을 설치할 수 있게 예외 조항을 만들어 두었다.

[그림] 주류 유통구조



자료: 한국외국어대학교 POSTRADE

산업분석

공장출고가
 =과세표준+주세+교육세
 +부가가치세

술을 마시다 보면 주류의 공장출고가는 동일한데 최종재의 가격은 천차만별인 것을 알 수 있다. 소비자가 주류를 구입한 유통지점과 판매점에 따라 주류 가격이 달라질 수 있는데 이는 도매상 마진과 소매상 마진이 유통과정에서 가격에 추가되고, 판매점마다 마진율이 다르기 때문이다. 출고가는 과세표준+주세+교육세+부가가치세의 총 합계로 구성된다. 소주의 경우, 증가세 체계로 1) 제조원가+판관비+이윤이 과세표준에 해당하고 여기에 72%의 주세율을 곱하고, 2) 주세의 30%인 교육세, 3) 원가+주세+교육세를 합친 값의 10%의 부가가치세의 총 합계가 소주의 출고가가 된다. 반면 맥주의 경우, 2020년 1월부터 증가세에서 종량세로 전환해서 주세는 소주와 달리 리터 당 830.3원이고 교육세, 부가가치세가 포함되어 출고가가 결정된다. 이렇게 결정된 출고가에 유통과정에서 도매상 마진과 소매상 마진이 붙어 최종소비자에게 공급된다.

산업의 계절성

주류 산업은 대표적으로 경기방어적 성격을 지닌 업종에 해당한다. 다만 주류가 생활필수재의 성격보다는 기호품의 성격이 강해 경기양상에 따라 선호되는 주종이 달라져 주류 소비패턴, 출고량이 경기국면과의 상관성이 있다. 경기가 호황이든 불황이든 소주는 일정한 수요가 있어 경기연동성이 적지만 소주 이외의 맥주, 와인, 위스키 등 주종 별로 특정 경기사이클과 계절에 판매량이 증가하거나 감소하는 특징적인 모습을 보인다.

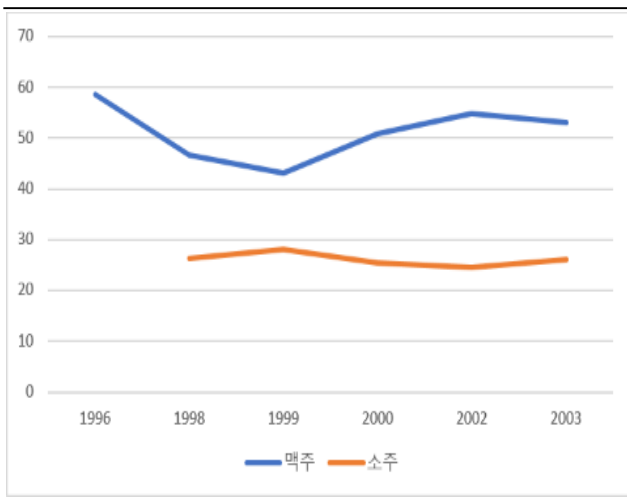
맥주는 경기가 호황일 때 판매량이 증가한다. 한편, 소주는 불황일 때 매출이 증가하고 비교적 맥주보다는 경기변동 영향에 덜 민감한 편이다. 19세 이상 1인당 평균 맥주 소비량은 1998년 외환위기 당시 급감했다가 경기가 점차 회복되면서 다시 늘어났다. 반면 소주는 외환위기 직후인 1998년에 급증했으며, 경기가 회복세를 보이면서 감소했고 다시 경기가 악화됐던 2003년에 증가했다.

맥주
 호황, 하절기에 판매량 증가

소주
 판매량 일정하지만 불황, 동절기에 판매 집중

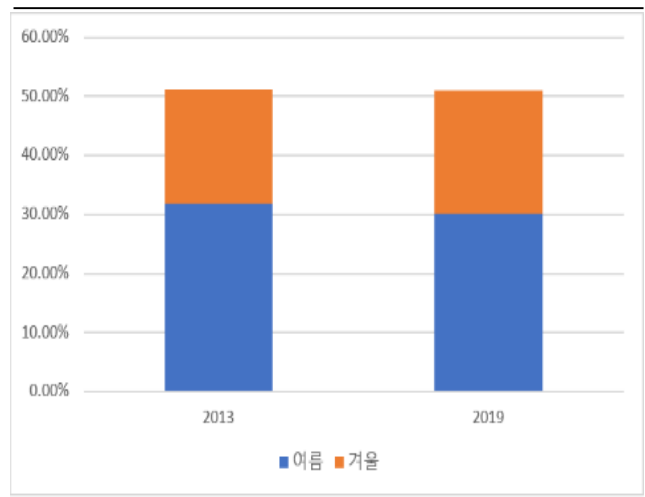
소주는 하절기보다 동절기에, 맥주는 하절기에 매출이 증가하는 모습을 보인다. 주종별로 매출을 분석한 결과 맥주와 와인이 계절에 가장 민감하고, 소주는 계절별로 큰 차이는 없는 것으로 나타났다. 한편 설, 추석 명절 때는 선물세트의 영향으로 청주, 와인 등의 판매가 일시적으로 증가하는 모습을 보인다.

[그림] 경기변동에 따른 맥주와 소주의 판매량



자료: 신한FSB 리뷰, 한국외국어대학교 POSTRADE

[그림] 계절별 편의점 맥주 판매 비율



자료: BGF리테일, 한국외국어대학교 POSTRADE

산업분석

주요 주류제조사 상위 1~2개 업체가 시장을 과점하는 경쟁구조

국내 주류 시장점유율 분석

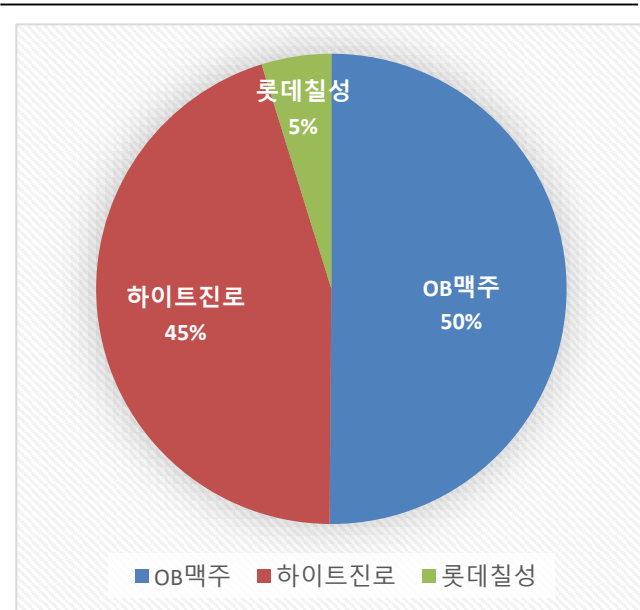
주류산업은 대표 주류 제조사 한 두 곳이 과점하고 있는 양상을 보인다. 대표적으로 AB inbev의 OB맥주와 하이트진로가 시장의 대부분을 차지하고 있으며 롯데칠성음료, 무학, 대선 등이 나머지 부분을 나눠 가지고 있다. 주종별로 나눠 분석하면 맥주시장은 OB맥주와 하이트진로가 거의 90% 가까이 차지하고 나머지 5%미만을 롯데칠성음료가 점유하고 있다. 소주 시장의 경우, 하이트진로가 50%이상, 롯데주류가 14% 이상 차지하고 나머지 지방 제조사들이 파이를 나눠 가지고 있다.

과거 지방 소주 제조업체들은 자도주법을 통해 지역 내 시장점유율 50%를 보호받아왔다. 자도주법은 시도별로 1개 업체만 소주를 생산하고 생산량의 50%를 해당 지역에서 소비해야한다는 내용으로 1996년 폐지되었지만 그 이후에도 지역 내 제조사들의 브랜드가 시장을 과점하고 있는 구도가 이어져 왔다. 실제로, 한국주류산업협회 자료에 따르면 자도주법 폐지 이후, 2011년까지도 지역별 자도 소주 충성도는 제주 85%, 부산 65%, 울산 58%, 경남 54%, 서울 36%으로 여전히 높게 나타났었다.

자도주 법의 흔적을 파고드는 대형 주류제조사들

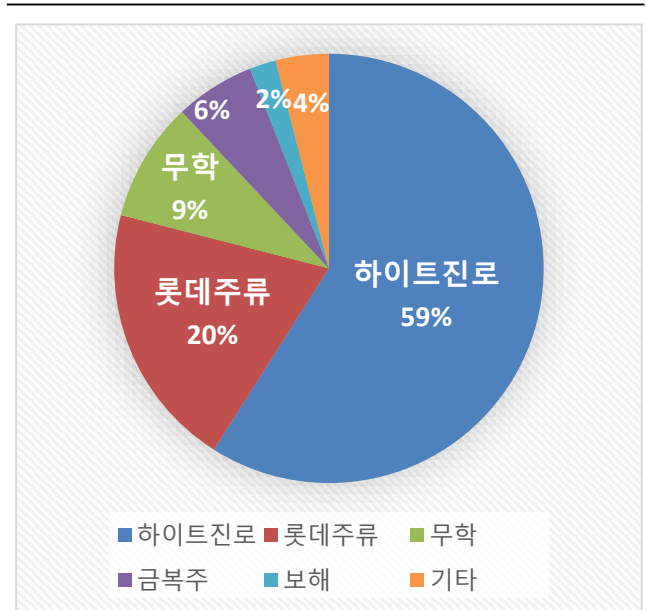
몇 년 전, 과일 소주의 인기에 힘입어 지방 소주 제조사들은 수도권 진출을 통해 실적을 올렸지만 동시에 지역 내 시장 점유율을 잃게 되었다. 이 틈을 타 업계 내 상위 주류 업체들이 지역 영업을 강화하기 시작했다. 자도주법으로 굳게 다져온 지방 브랜드 소주업체들의 지역 시장 점유율을 상위 업체가 공략하면서 새로운 기회를 찾고 있으며 M/S 확보를 위한 경쟁은 더 치열해질 것으로 예상된다.

[그림] 2020년 맥주 시장점유율



자료: POSTRADE 리서치1팀 추정

[그림] 2020년 소주 시장점유율



자료: POSTRADE 리서치1팀 추정



기업분석

기업소개

소주 50%이상,
맥주 40% 이상의 M/S

다양화된 주류에 대한
수요와 트렌드를 반영한
다양한 제품 포트폴리오

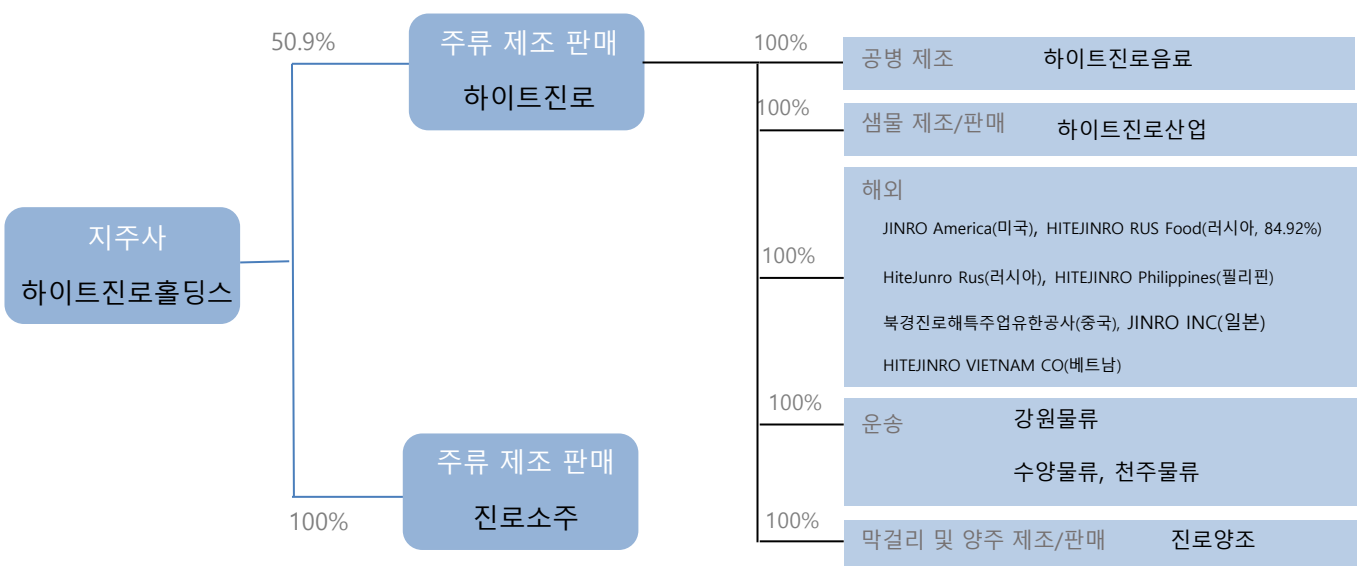
동사는 주류 및 발효제품을 제조 및 판매하는 국내 주류 산업을 대표하는 기업이다. 사업 부문으로 소주, 맥주, 생수, 기타주류 부문이 있다. 소주 부문에서는 50% 이상의 시장점유율을, 맥주 부문에서는 40%의 시장점유율을 가지고 있다. 동사의 주요 제품 라인으로는 소주 부문에서는 참이슬, 맥주 부문에서는 하이트, 맥스가 있으며 최근 소주, 맥주 부문에서 각각 진로, 테라를 출시했다. 또한 과일 소주와 알코올 도수가 낮은 탄산주 이슬톡톡, 발포주 필라이트 등을 제품 포트폴리오에 추가하였고, 주요 종속회사 하이트진로음료(주)를 통해 무알콜 맥주, 토닉워터 등을 생산하여 다양화된 주류에 대한 수요를 충족시키면서 최근 음주문화 트렌드에 대응하고 있다.

기업 지배구조 및 주요 종속회사

동사는 2008년 7월 1일을 기준으로 투자사업부문을 전담하는 존속법인 하이트진로홀딩스(주)와 제조판매사업 부문을 전담하는 하이트진로(주)로 분할했다. 2019년 사업보고서 기준으로 지주사 하이트진로홀딩스(주)가 동사의 지분 50.9%와 진로소주의 지분 100%를 소유하고 있다.

한편 하이트진로(주)도 하이트진로산업, 하이트진로음료의 지분 100%를 소유하여 주요 종속회사로 두고 있으며 해외법인, 운송사, 진로양조의 지분 100%를 가지고 있다. 주요 종속회사로 하이트진로산업(주)는 공병제조를 맡고 하이트진로음료(주)는 생수 및 기타 음료 사업을 영위한다.

[그림] 하이트진로그룹 지배구조도



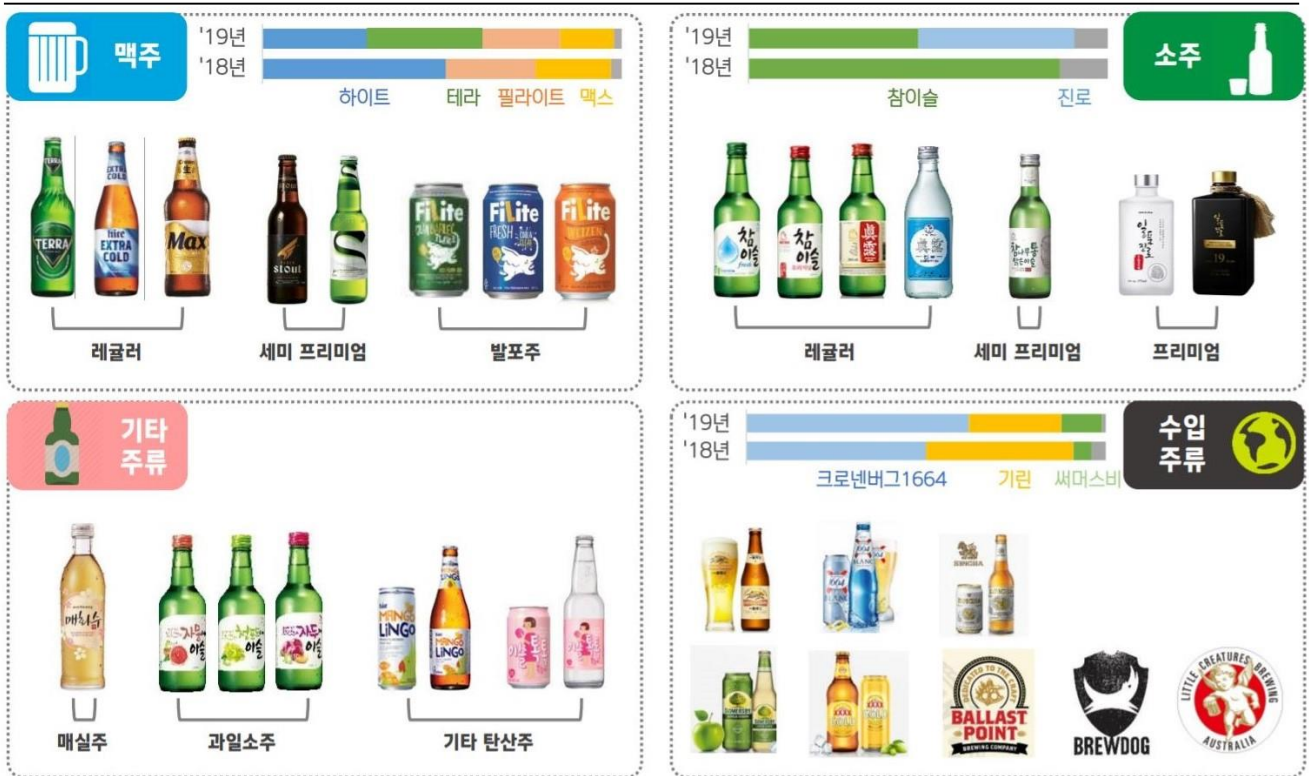
자료: 하이트진로사업보고서, 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE Research 1팀

기업분석

주요제품

동사는 소주와 맥주를 필두로 발포주, 탄산주 등을 생산하며 수입주류도 취급하고 있다. 소주 부문에서 대표적인 브랜드는 참이슬과 작년 4월에 출시한 진로가 있고 맥주부문에서 주요 제품은 테라, 하이트와 맥스가 있으며 발포주로 필라이트가 있다. 주요 수입맥주는 기린, 크로넨버그1664와 써머스비 등이 있다.

[그림] 하이트진로 제품 포트폴리오



자료: 하이트진로IR

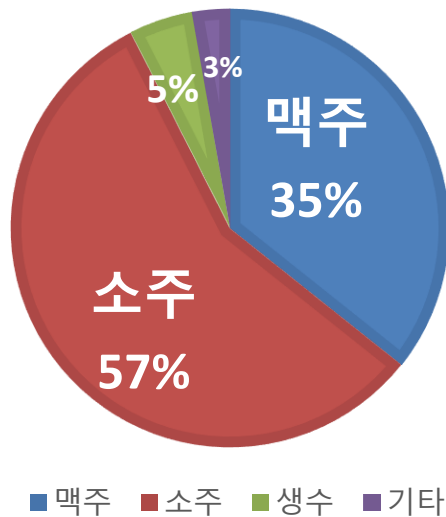
기업분석

사업부문과 매출구성

동사의 사업부문은 소주, 맥주, 생수, 기타주류 사업으로 구성된다. 동사는 소주와 맥주 사업이 주요 사업부문으로서 전체 매출의 90% 이상이 소주와 맥주에서 발생한다. 나머지 생수, 기타주류 사업부문의 매출은 각각 5%, 3% 정도로 전체 매출액의 10%미만을 차지하고 있다.

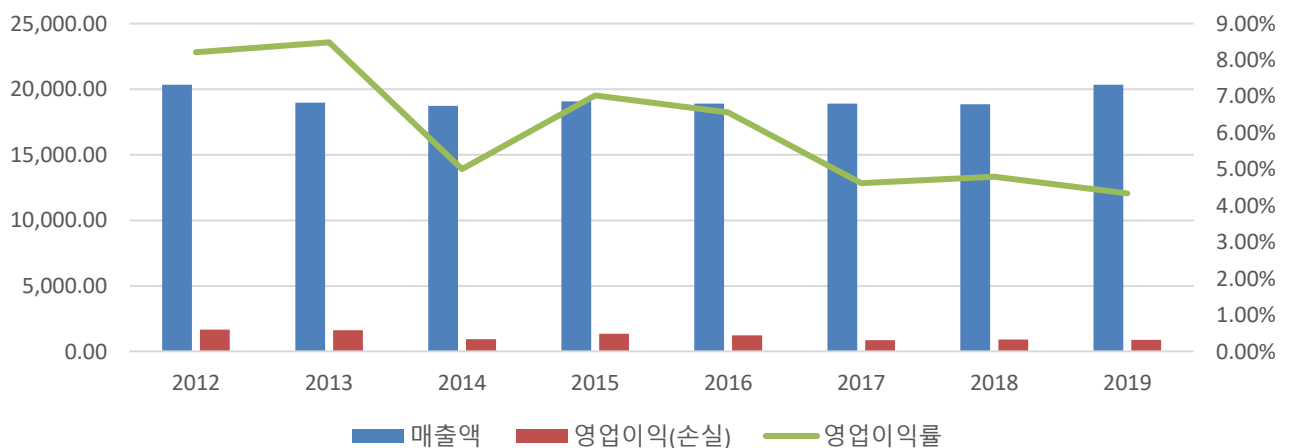
동사의 전체 매출액은 2012년부터 2018년까지 서서히 감소하다가 2019년에는 다시 반등하여 2조원대의 매출을 기록했다. 2019년에 신제품 진로와 테라를 출시하면서 판매량이 증가하여 매출에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 풀이된다. 하지만 영업이익률은 7%대에서 4%대로 최근 5년간 하락하고 있는 추세다.

[그림] 하이트진로의 매출구성



자료: 하이트진로 사업보고서

[그림] 하이트진로 실적추이



자료: 하이트진로 사업보고서

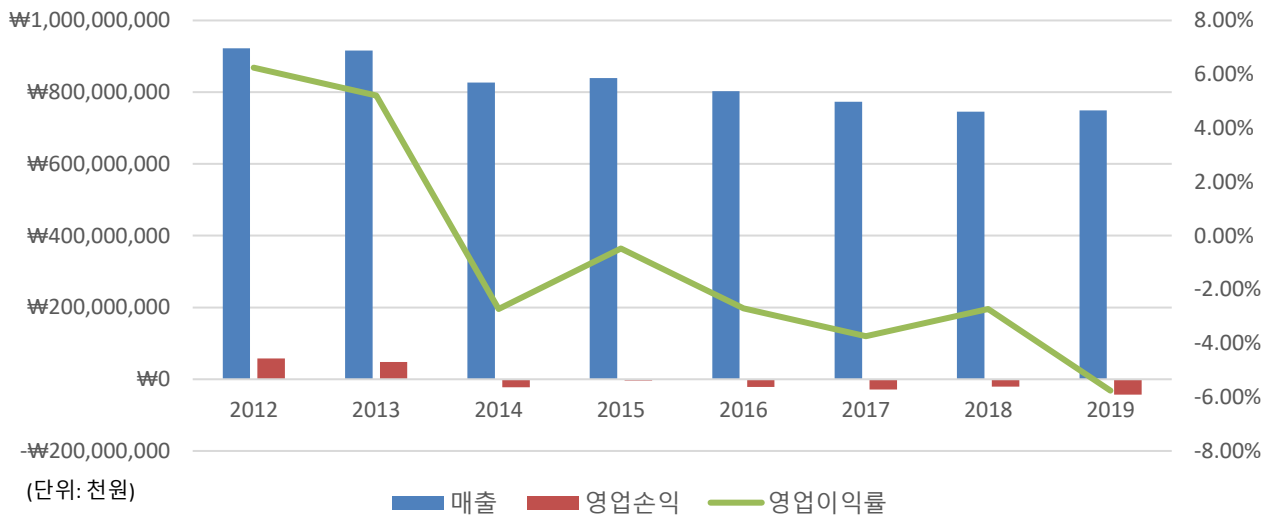


기업분석

맥주 사업부문에서의 매출은 소주 사업에 비해 다소 변동성이 큰 모습을 보인다. 특히 14년에 매출액과 영업이익이 YOY 각각 9.71%, 147% 감소했는데 이는 그 당시 인베브의 오비맥주 재인수와 롯데그룹의 클라우드 맥주 출시로 인해 맥주 시장의 경쟁이 과열되는 시기였고 이 시기를 기준으로 맥주 사업부문의 매출은 하향세를 그리며 영업이익 적자가 계속되고 있다.

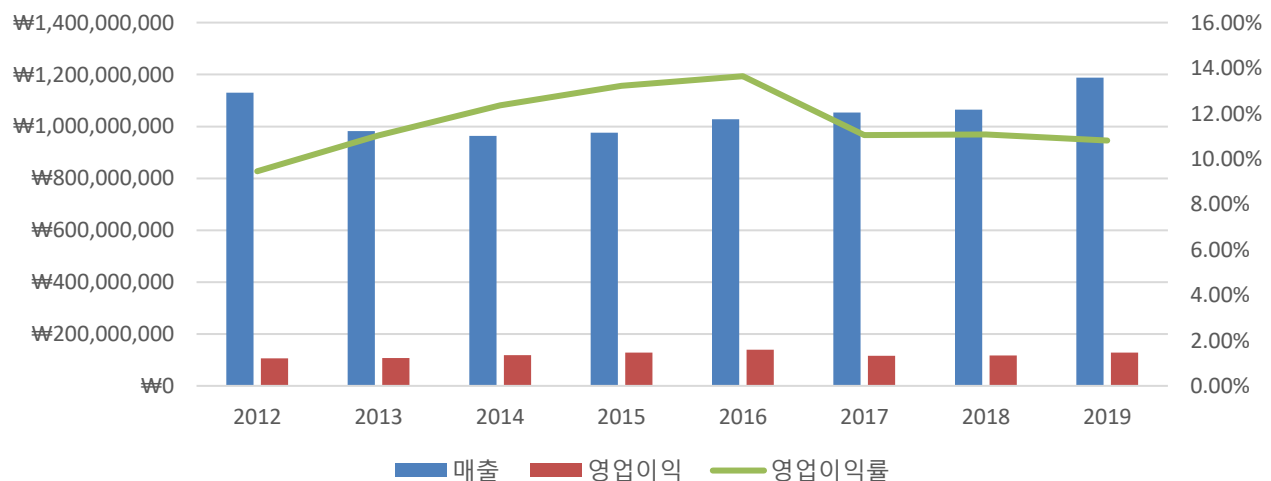
반면 소주 사업부문은 매출액 변동이 맥주와 같이 크지 않고 연간 일정한 매출과 영업이익을 발생시키는 것을 확인할 수 있다. 소주 부문의 매출은 상승 추세이고 19년 매출액은 전년 대비 10%이상 상승했다. 일정한 매출을 이어오던 소주 부문에서의 매출이 19년에 급증한 것은 기존 주요 소주 제품에 대한 매출과 신제품 진로의 매출이 시너지 효과를 낸 것으로 풀이된다.

[그림] 맥주사업 부문 실적추이



자료: 하이트진로 사업보고서

[그림] 소주사업 부문 실적추이



자료: 하이트진로 사업보고서



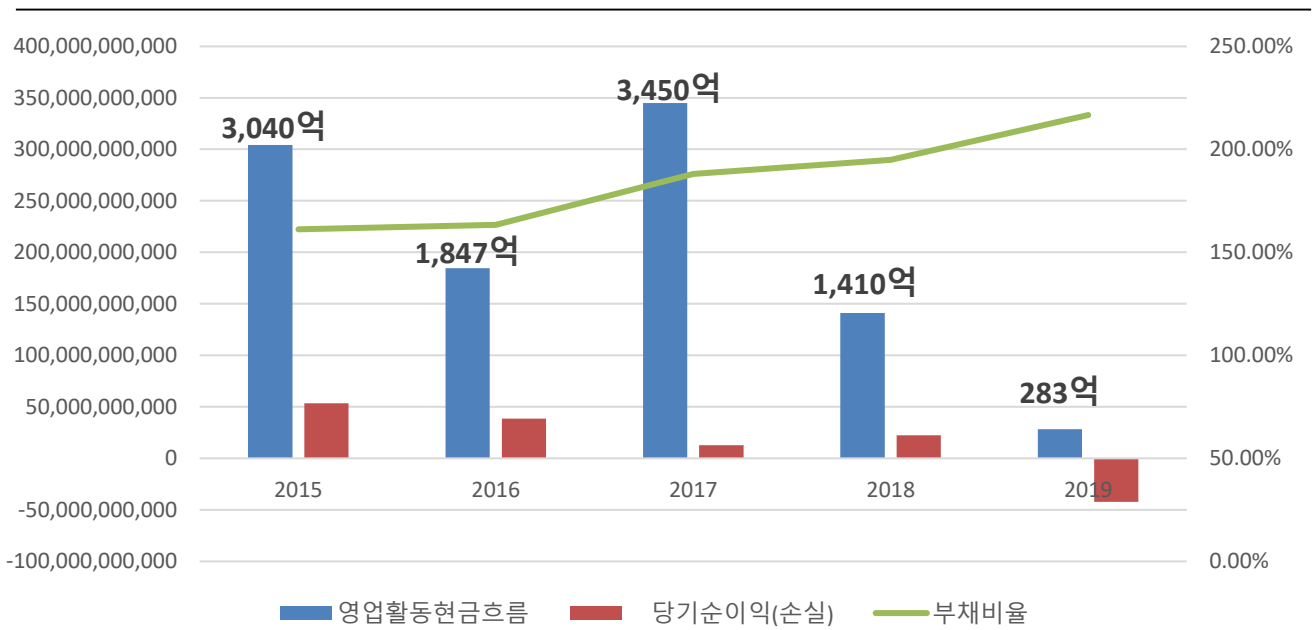
기업분석

재무구조

동사의 재무부담은 과중한 수준이 유지되고 있다. 영업현금흐름은 감소하는데 차입의존도는 높아져 부채비율은 계속해서 증가하고 있는 추세이다. 특히, 2019년에 출시한 테라와 진로이즈백의 마케팅 목적의 광고선전비 및 운영자금을 외부차입금으로 충당하여 2020년 현재 차입금은 1조 3,040억 원으로 전년대비 27% 정도 증가했으며 차입의존도 또한 4.5%p 상승했다. 현금흐름대비 막중한 부채로 인해 재무안정성이 우려되는 한편, 신제품 테라와 진로이즈백의 흥행으로 1Q20의 영업활동현금흐름은 1,230억 원으로 전년 283억 원 대비 335.4% 성장하여 OCF는 개선되었다.

따라서 확보된 현금및현금성자산 4,997억 원을 바탕으로 추가적인 자산 매각 등을 고려하면 비교적 자산 대비 차입금이 1조원 대로 높은 수준이지만 개선된 현금창출 능력으로 충분히 대응할 수 있을 것으로 판단한다.

[그림] 수익성, 안정성 지표



자료: 하이트진로 사업보고서



경쟁사 분석

1. 무학(033920)

주식회사 무학은 1929년에 "소화주류공업사"로 처음 설립되어 1998년에 코스닥시장에 상장했으며 2010년에 코스피시장으로 이동해 상장했다. 동사는 종합주류제조업을 주업종으로 하며 특히 희석식 소주 외 과실주 등 다양한 주류제품의 제조 및 판매와 연관된 주류 및 음료사업을 영위하고 있다. 경남 및 부산지역을 중심으로 '화이트', '좋은데이' 등의 소주를 제조 및 판매하고 있고 2015년 과일소주의 열풍과 함께 '좋은데이' 시리즈가 돌풍을 일으키며 수도권 진출에도 성공하였다.

하이트진로의 비수도권
영업 확대로 지방 주류
제조사들의 M/S 감소

동사의 경쟁사인 대선주조의 흥행으로 인해 주력으로 판매되었던 부산지역에서 점유율이 밀리고 하이트진로의 비수도권 영업 확대의 영향으로 입지가 점점 좁아지고 있다. 동사는 2015년에 과일소주의 열풍으로 좋은데이 시리즈로 수도권에 이름을 알리며 주력상품인 '좋은데이'의 유통망 확보를 꾀하였으나 2016년부터 과일소주의 인기가 하락하면서 당사의 수도권 시장의 자리매김은 좌절되었다. 또한 부진한 실적으로 인한 매출을 회복하고자 젊은 세대를 공략하기 위한 트로피칼 특소다, 엔조이 시리즈, 좋은데이 깔라만씨 등의 신제품을 잇따라 출시했지만 흥행에 실패했다. 따라서 동사는 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가, 주력 시장인 경남과 부산 지역에 경쟁사의 점유율 증가를 방어하기 위한 마케팅의 증가, 수도권 진출에 따른 판촉활동 증가로 인해 판관비가 증가했지만, 신제품의 흥행 실패로 매출이 정체되어 수익성은 크게 감소했다.

과일소주 인기 감소와
신제품 흥행 실패로
수익성 악화

또한, 파이가 한정적인 소주 시장에서 이미 전국적으로 압도적인 점유율을 차지하고 있는 하이트진로의 '참이슬'과 뉴트로 콘셉트로 출시한 '진로이즈백'이 선전하고 있고 인기 힙합뮤지션의 유행어를 앞세워 출시한 롯데칠성음료의 '처음처럼 flex'가 2030 세대 사이에서 인기를 끌며 수요가 급증하고 있다. 따라서 무학의 수도권 시장 개척과 주력 시장의 점유율 방어는 앞으로도 난항을 겪을 것으로 예상하여 영업이익의 감소가 불가피할 것이라고 예상된다.

2. 롯데칠성음료(005300)

롯데칠성음료는 탄산음료 및 주스 등의 음료 제품과 소주, 맥주 등의 주류 제품을 주력으로 생산하는 종합음료회사이다. 1950년 5월에 동방청량음료로 출발하여, 설립 첫해에 음료 대표 브랜드인 '칠성사이다'가 탄생했다. 동방청량음료는 1973년 칠성한미음료(주)를 거쳐, 1974년 롯데그룹에 인수되면서 상호를 롯데칠성음료(주)로 변경했다.

주류 부문의 주요 브랜드는 소주 제품 '처음처럼', 맥주 제품 '클라우드'와 '피츠 슈퍼클리어', 청주 제품 '청하', 와인 제품 '마주앙', 위스키 제품 '스카치블루' 등이다. 소주는 저도화가 지속되어 현재는 알코올 17% 이하의 제품이 주류를 이루고 있다.



경쟁사 분석

전체 매출은 상승세,
주류 사업부문에서는
매출 감소

일본제품 불매운동,
코로나19의 영향으로
수익성 악화

희석식 소주 '처음처럼'은 2006년 두산주류BG에 의해 알코올 20도로 탄생했다. 당시 세계 최초로 알칼리 환원수를 사용한 '처음처럼' 소주는 '부드러운 맛, 적은 숙취, 웰빙 트렌드 반영'이라는 마케팅 전략으로 6개월 만에 1억 병이 판매되는 진기록을 세웠다. 이후 2008년 롯데주류가 주류사업을 본격적으로 시작하면서 '처음처럼'을 생산하던 두산주류BG를 인수하여 지금에 이르고 있다.

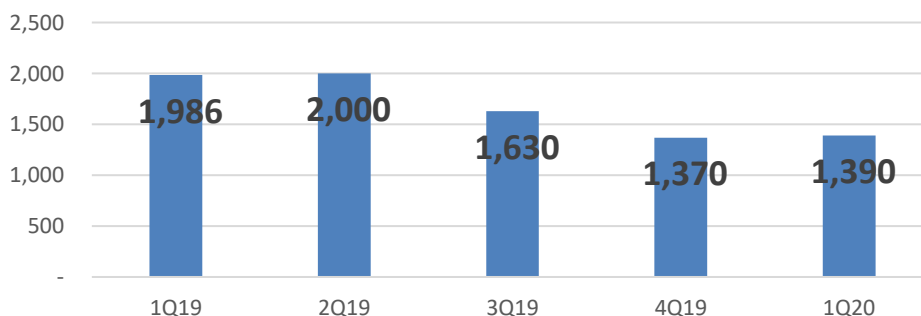
주류시장에서 하이트진로의 가장 큰 대항마인 롯데칠성음료는 현재 쉽지 않은 상황이다. 칠성사이다, 델몬트, 레쓰비, 핫식스, 트레비, 아이시스 등 음료사업부분의 매출액과 점유율은 여전히 견재하다. 롯데칠성음료의 2019년도 연결재무제표 기준으로 매출액 추이를 살펴보면 2018년도 매출 2조 3460억에서 3% 증가해 2조 4290억 원을 달성했다. 그러나 주류사업부분을 떼어놓고 보면 이야기가 다르다. 2018년에는 매출액 7567억 원을 달성하였으나 2019년에는 매출액 6996억 원으로 8% 감소하였다.

분기별로 비교하면 1분기에 1986억원의 매출이 2분기에 2000억원으로 반짝 증가하였다가 3분기부터 1630억, 4분기 1370억을 달성하면서 꾸준히 감소하고 있다. 이번에 발표된 1분기 영업실적에 의하면 주류부문 한정 지난해 동기 대비 30%나 감소한 매출액을 달성하였다.

지난해부터 이어지는 매출감소는 일본기업 불매운동의 여파가 여전히 남아있는 것으로 보인다. 금융감독원 공시에 따르면 롯데주류가 속해 있는 롯데칠성음료는 최대주주인 롯데지주가 26.54%의 지분을 보유하고 있다. 또한 롯데칠성음료의 최대주주인 롯데지주는 신동빈 회장이 11.71%를 보유한 최대주주이며, 호텔롯데가 11.10%로 2대주주인데 이 호텔롯데는 일본 롯데홀딩스를 비롯한 일본 기업들이 99.28%를 보유하고 있다. 결국 기업 지배구조상 최상위에 있는 롯데지주를 일본기업들이 거의 100%보유하고 있기 때문에 불매운동의 영향을 피해갈 수는 없는 실정이다.

옆친데 댁친 격으로 코로나19가 찾아왔다. 코로나19의 영향은 음료와 주류를 가리지 않고 찾아왔다. 품목별 전년동기 대비 음료부문도 마이너스 성장률을 보였다. 주류부문은 코로나와 불매운동 등 녹록치 않은 대외환경에 정상화가 쉽지 않아 보인다. 만약 3분기 시장상황이 정상화되어 주류시장의 경쟁 강도가 높아진다면 실적변동성은 더욱 커질 것이며, 손익정상화는 조금 더 중장기적인 관점에서 기대해야 할 것으로 보인다.

[그림] 롯데칠성 주류 사업부문 매출액 추이





경쟁사 분석

3. 오비맥주

오비맥주는 맥주를 제조, 판매하는 주류 제조업체이다. 1933년 12월 소화기린맥주주식회사의 자매회사로 설립되었고 1948년 2월 상호를 동양맥주주식회사로 하여 상표를 '오비맥주'로 변경하였다. 1995년 3월 오비맥주 주식회사로 회사명을 변경하였고 2014년 4월 AB Inbev에 인수되었다.

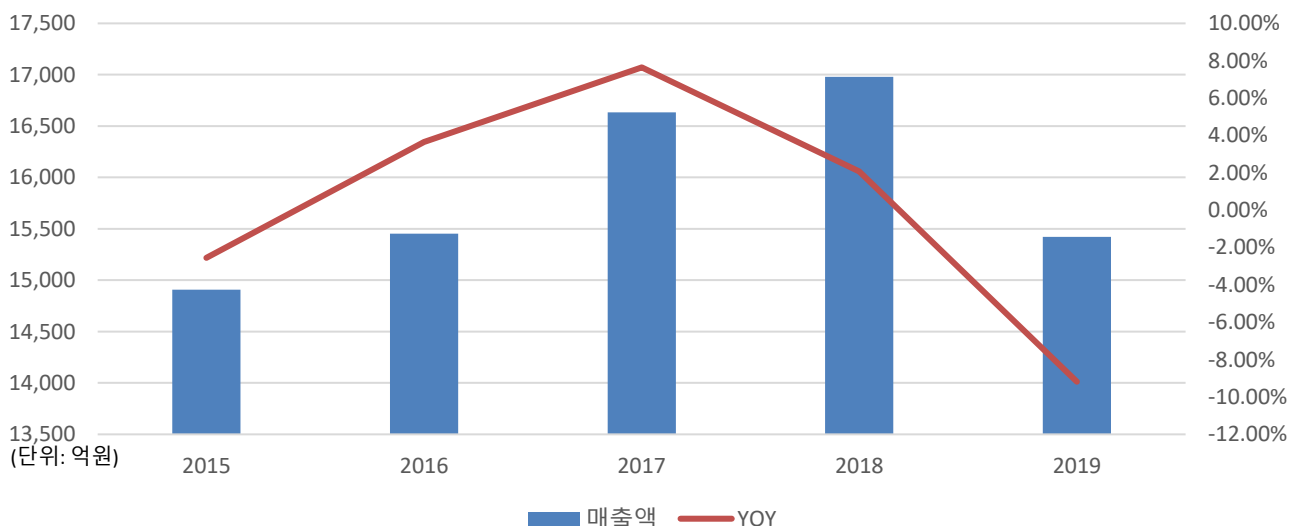
국내맥주, 수입맥주의 다양한 제품군이 있다. 국내맥주 대표로 카스, 발포주 필굿, 프리미어 OB, 카스 라이트, 카스 레드, 카스 레몬, 카프리가 있고, 수입맥주 대표로 화이트밀맥주 호가든, 버드와이저, 스텔라 아르투아, 벅스, 레페, 코로나, 산토리 프리미엄 몰트가 있다. 또한 동사는 최근 정통 독일 밀맥주 '프리미어 OB 바이젠', 겨울 한정 제품이자 국내 첫 블랙라거 맥주인 '프리미어 OB 둔켈', 맥아를 발효시켜 제조한 병 각테일 '믹스테일', 겨울 시즌 한정 제품 '호가든 유자', 빗꽃을 닮은 분홍빛 밀맥주 '호가든 체리', 캔으로 즐기는 프리미엄 각테일 '믹스테일 아이스', 여름 한정 제품 '호가든 레몬' 등의 다양한 신제품도 선보이고 있다.

오비맥주는 아직은 업계 1위를 유지하고 있다. 2020년 2월 27일 닐슨코리아가 집계한 지난해 국내 맥주 소매시장 통계자료에 따르면 조사 대상은 백화점과 편의점, 할인점, 마트 등 소매시장으로, 음식점, 유흥업소 등 유흥시장과 함께 국내 전체 맥주 시장의 절반가량을 차지한다. 이 자료에 따르면 지난해 국내 맥주 소매시장 규모는 3조3천200억원으로, 이 중 오비맥주의 판매량은 1조6천500억원으로 점유율 49.6%를 기록했다.

이러한 높은 소매시장점유율에도 불구하고 오비맥주의 전년 대비 매출은 9.2%, 영업이익은 20.5% 감소하였다. 경쟁사인 하이트진로 테라 선전으로 맥주시장 점유율을 확대하고 코로나19 사태 속에서도 매출 상승세에 있기 때문에 오비맥주는 업계1위임에도 불안감을 가질 수밖에 없다.

업소용 시장에서의
압도적 시장점유율

[그림] 오비맥주 연간 매출액 추이



자료: 오비맥주 사업보고서



경쟁사 분석

오비맥주는 경기 이천, 충북 청주, 광주광역시 3개 공장에서 맥주를 생산을 하고 있는데 코로나19에 따른 유흥, 외식시장 침체로 판매량이 급감하여 업소용 재고를 소진하기 위해 청주공장 생산 중단을 결정하였다. 4월 6일부터 4주간 청주공장의 제품 생산을 중단하였다. 경쟁사인 롯데칠성도 충북에 맥주 공장을 보유하고 있지만, 칠성의 맥주 M/S가 5% 내외인 점을 감안하면 국내 전체 생산량의 33%를 차지하고 있는 충북 지역의 맥주 생산량은 상당 부분이 오비맥주의 생산량으로 추산된다. 또한 청주 공장은 오비맥주 전체 생산량의 35%를 차지하는 매우 큰 규모의 공장이다. 판매 부진을 이유로 희망퇴직을 시행하는 등 인력구조조정도 잇따랐다. 5월 6일 화물노동자들의 파업 선언으로 카스 맥주 발주 중단 사태가 발생하여 주점과 편의점 카스 공급에 차질이 생기는 등 오비맥주의 맥주시장에서의 입지가 흔들리고 있다.



투자포인트

POINT1 강력한 제품 포트폴리오, 테라와 진로이즈백을 결들인

하이트진로는 꾸준히 일정한 수익을 창출해내는 소주 참이슬과 신제품 테라와 진로이즈백을 출시함으로써 제품 포트폴리오를 안정적으로 재정비했다. 하이트진로의 신제품 출시와 비수도권 영업 확대에 의해, 다른 경쟁업체들은 기존의 시장점유율이나 경쟁 구도에서 상당한 타격을 입었다. 실제로 롯데주류는 2017년에 출시한 맥주 피츠를 단종하기로 결정했다. 오비맥주의 카스, 하이트진로의 테라와의 경쟁속에서 완전히 설 자리를 잃어버렸기 때문이다. 따라서 롯데는 이번 하절기에 맥주 포트폴리오의 다각화를 통해 시장에 다가가기 보다 기존의 클라우드 맥주에 초점을 맞추어 마케팅 할 것으로 전망된다. 소비자들 입장에서 선택지가 줄었지만 맥주는 어쨌든 선택받게 되어있다. 이번 하절기에 수요의 집중을 받는 맥주가 오랫동안 이어져온 경쟁구도를 바꿀 수 있을 것이다.

올 하반기 맥주사업부문
M/S에 지각변동 예상

앞선 기업분석 파트에서 경쟁사들을 분석한 결과, 모두 최근 년도 혹은 분기 실적이 상당 부분 감소한 것을 확인할 수 있었다. 특히 하이트진로의 테라 출시로 롯데주류도 맥주 라인에서 한 브랜드를 단종했고 오비맥주 또한, 2015년부터 매년 성장하던 매출이 2019년 테라가 출시된 해에는 매출액이 YOY 10% 하락했다. 물론, 코로나19로 인하여 영업용 채널에서 큰 비중을 차지하고 있는 오비맥주가 타격을 받은 것은 사실이나 반면 코로나 바이러스 확산의 영향 아래서도 하이트진로는 작년 동기대비 1Q20 매출이 30% 가까이 상승했고 6년동안 지속되었던 맥주 사업부문에서의 적자가 이번에 흑자 전환하는 등 영업실적의 폭발적인 성장을 보여주었다.

신제품 테라와 진로이즈백의
흥행으로 코로나 19 위기
속에서도 성장

이로써 신제품 테라와 진로이즈백의 시장 영향력은 확인되었다. 소주 시장에서 50%이상의 점유율을 차지하고 있는 참이슬을 중심으로 진로이즈백과 맥주 사업부문에서의 새로운 캐시카우, 테라를 결들여 하이트진로는 주류 시장에서 업계1위를 향한 독주가 펼쳐질 것이다.

POINT2 맥주 성수기, 여름

여름철에 맥주 시장은 여름의 태양만큼이나 뜨겁다. 계절별로 편차가 크지 않은 소주에 비해 맥주는 비교적 활동량이 많은 여름에 많이 팔리는 경향이 있다. 테라는 작년 3월 초에 출시된 이후 맥주 시장의 주도권을 잡고 있다. 여기에 맥주의 판매량이 급증하는 여름에 박차를 가해 하이트진로는 지난 여름 7,8월에만 테라를 300만 상자 이상을 판매하며, 2억병 판매를 돌파했다.

여름은 맥주의 계절
테라 흥행으로 3Q실적도
어닝서프라이즈 예상



투자포인트

맥주축제, 페스티벌 등 젊은층을 타겟으로 한 마케팅 전략으로 맥주 판매량 급증

하이트진로는 작년 여름에 판매량을 극대화하기 위한 전략으로 브랜드 광고 강화, 이종 브랜드와 협업, 각종 페스티벌 참여 등을 했다. 특히 작년 여름에 동사는 8년째 후원사로서 '센텀맥주축제'에 참여해 공급한 8만병을 완판했으며, 세계 최대 규모 EDM 페스티벌인 'EDC KOREA 2019'를 국내 최초로 개최하는 등 다양한 프로모션을 진행했다. 주로 젊은 소비자를 타겟으로 하는 마케팅을 선보인 동사는 전년 동기 대비 맥주의 판매량이 96% 상승했다.

하이트진로가 신제품인 '테라'를 출시하면서 소맥시장에서 일명 '테진아(테라+진로)', '테슬라(테라+참이슬)'가 붐을 일으키고 있으며 이는 젊은층뿐만 아니라 소맥 애호가들 사이에서도 주목을 받고 있어 여름철 맥주 Q의 증가와 더불어 계절별 편차가 크지 않은 소주에도 Q의 증가를 가져올 것이라고 예상한다.

POINT3 규제산업에서 성장산업으로

맥주와 탁주에 대한 종량세 전환을 골자로 한 주세법 개정안과 더불어 지난달 19일 국세청과 기획재정부는 주류 산업에 대한 규제 완화 방침 19가지를 발표했다. 이번 규제 개선안은 주류의 위탁생산 허용과 배달판매의 허용을 중심으로 침체되어 있던 주류 산업의 성장과 경쟁력 제고를 위해 주류의 제조, 유통, 판매 등의 전 과정에서 규제완화 방안을 제시했다.(Appendix 표1 참조)

1)주류의 위탁생산(OEM) 허용

주세법상 주류제조면허는 제조장별로 발급되었기 때문에 다른 제조장을 이용해 생산하는 것이 불가능했다. 하지만 이번 규제 개선을 통해 주류의 위탁생산(OEM)이 가능해졌다. 자세히 말하면, 주류 제조시설을 갖춰 특정 주류 제조 면허를 받은 사업자가 동종 주류를 생산하는 사업자에게 주류를 위탁생산 하는 것이 허용되었다는 것이다. 예를 들어, 수제맥주를 제조하는 소규모 양조장들은 캔맥주 형태의 제품을 출고하고 싶지만 캔입(음료를 캔에 넣는 기술) 시설투자 비용이 많이 들기 때문에 해외 제조업체에 위탁한 다음 수입하는 방식을 택해왔는데 이번 규제 완화로 대형 주류사들에게 생산을 위탁하여 OEM 물량을 받아 복잡한 절차를 생략할 수 있게 되었다.

이번 규제 개선안과 맥주의 종량세 전환으로 수제 맥주에게 가는 혜택이 큰 것은 사실이다. 하지만 OEM 생산이 가능하게 된 것은 전통주나 수제 맥주를 제조하던 소형 양조장들뿐만 아니라 분명히 대형 주류사들에게도 이는 호재이다. 수제 맥주는 이러한 규제 개선과 주세법 개정에 힘입어 가격경쟁력을 회복했고 이에 국내 맥주시장에 적극적으로 진출하여 M/S 확보에 초점을 맞출 것이다.

소형 양조장들의 위탁 수요 증가
→ 대형 주류제조사의 공장가동률 증가



투자포인트

이 과정에서 소형 양조장들의 대형 주류 제조사들에 대한 위탁 수요도 동시에 증가할 것이고 대형 제조사들은 자신의 생산시설을 더 효율적으로 활용할 수 있는 기회인 것이다. 따라서 위탁 수요가 증가하는 만큼 대형주류 제조사들은 OEM물량을 확보해서 공장 가동률을 증가시킬 수 있으며 이는 곧 영업 레버리지 효과에 긍정적인 영향을 끼친다.

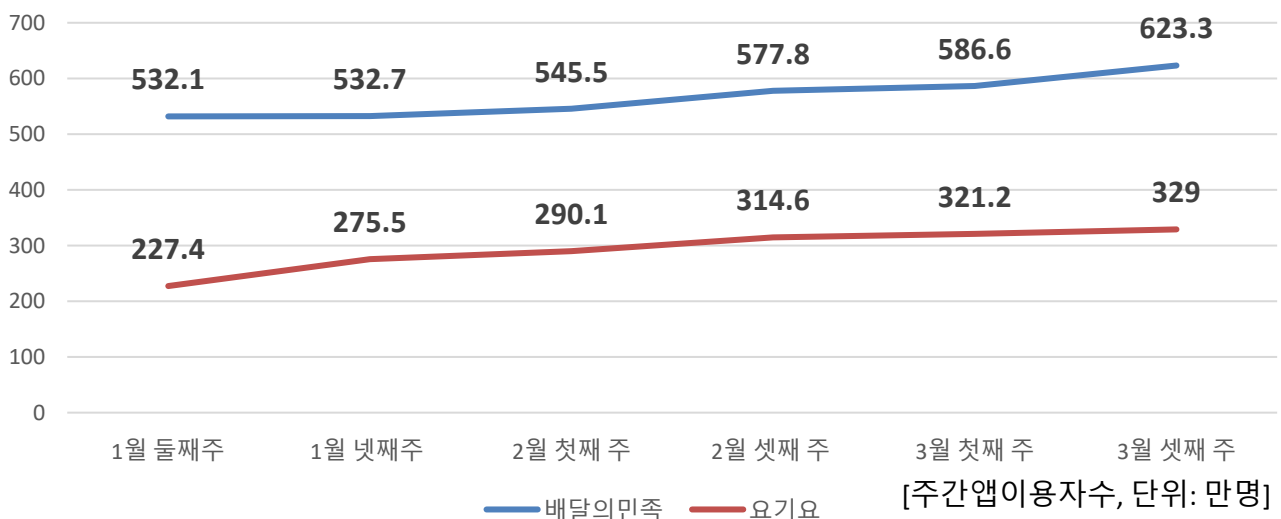
2)주류 배달 허용

기존의 "주류 통신판매에 관한 명령위임 고시" 제3조에 의하면, "음식에 부수하여 주류를 배달하는 것이 허용"되었지만 '부수'의 범위가 불명확하여 현장에서 적용하는데 있어 불편함이 있어왔다. 이번 개정을 통해 음식과 함께 배달하는 주류로서 음식 가격보다 낮은 경우에 한해 통신판매를 허용하는 것으로 현장 적용에 있어 불편함을 초래했던 규정을 보다 명확히 하였다. 간단히 종합하자면, 이제는 전화나 휴대전화 앱을 통해서 음식을 주문하면서 술을 시킬 수 있는 것이다.

코로나19 사태로 인한 주류 소비패턴의 변화로 최근 홈술, 혼술 트렌드가 대두되고 있는 상황에서 이러한 주류 배달 허용 규제 개선이 이루어져 배달음식과 주류는 시너지 효과를 낼 것으로 기대되고 있다. 실제로 코로나19 확산이후로 외식소비 형태의 변화와 배달앱 사용량이 크게 증가하였다. 최근 다시 코로나 바이러스 확산세가 증가하는 등 아직까지 코로나19의 리스크가 완전히 소멸하지 않았기 때문에 배달음식으로 외식을 대체하는 수요는 당분간은 지속될 것이라 판단한다. 증가하는 배달음식에 대한 수요와 더불어 주류 배달 허용 규제 완화가 주류 판매량에 있어 긍정적인 면이라 판단한다.

규제 개선안을 통해 증가하는 배달수요와 주류 소비량은 시너지 효과를 낼 것으로 예상

[그림] 코로나19 이후 주요 식음료 배달 앱 이용량 변화



자료: NICE디앤알, POSTRADE 리서치1팀



투자포인트

3)주류 첨가재료 확대

현행 주세법상 질소가스는 맥주의 첨가재료에서 제외되었다. 하지만 해외에서는 질소가스를 첨가하여 맥주의 거품을 더 부드럽게 만들고 품질을 강화시키는 데에 많이 사용되었다. 대표적으로, 기네스 흑맥주가 질소가스를 첨가한 수입맥주다. 이번 개정안을 통해서, 질소가스 첨가를 “식품위생법”상 주류에 사용가능한 충전제로 분류하기로 결정했다. 기획재정부와 국세청이 발표한 ‘주류산업 규제개선방안’ 자료에 따르면 첨가재료 확대의 목적은 소비자들의 주류 선택권을 확대하는 것이라고 밝혔다.

실제로 국내에서 출고되는 국산 맥주들은 질소가스 첨가가 금지되었기 때문에 질소가스가 첨가된 특정 해외맥주의 부드러운 맛을 선호하는 소비자들에게 그런 맥주를 공급하고 싶어도 제도적으로 불가능했다. 하지만 이번 규제 완화를 통해 해외 맥주와의 경쟁에서 국내산 맥주들이 보다 공정하게 경쟁할 수 있는 기회가 열렸다. 앞서 언급한 것과 같이 종량제 전환을 골자로 한 주세법 개정과 이번 규제 개선안을 통해 국내 주류의 가격 경쟁력을 제고함과 동시에 국내산 맥주의 품질 향상에도 기여할 것으로 기대되어 소비자들에게 국내산 제품에 대한 긍정적인 반응을 얻을 것이라 전망한다.

POINT4 가정용 시장 공략에 나선 하이트진로

하이트 진로는 코로나19로 인한 업소용 매출 감소를 가정용 시장 증가로 상쇄하여, 코로나 여파에도 소주와 맥주 부분에서 전반적으로 점유율이 상승하고 있다. 동사는 홈술족을 겨냥해 새로운 유통채널인 편의점과 마트에서 가정용 소주, 맥주 판매량을 늘렸다.

소주 부문에 있어 최근에는 레귤러 병제품 외에도 다양한 용기/알콜도수에 대한 니즈가 발생되고 있고, 아웃도어/캠핑 인구의 증가 추세와 함께 펠트 제품의 판매도 지속적으로 증가하여, 휴대가 용이한 소용량 펠트 제품을 중심으로 펠트 제품 판매가 증가세에 있다. 이러한 시장의 흐름을 읽어 참이슬은 소용량 펠트의 라인업을 다양화하고 제품의 홍보물 제작 및 프로모션을 강화하는 등의 지원 활동을 통해 펠트 시장의 성장을 주도하고 있다.

소주 시장의 경우 2018년 누계 판매량 대비 2019년 누계 판매량은 -0.4% 소폭 하락했다. PET 제품은 +8.3% 성장했으나, 병 제품이 -4.1% 하락한 것으로 나타났다. 소주시장은 향후에도 큰 등락 없이 보험세가 유지될 것으로 예상된다. 또한, 5월 초 이태원 클럽 관련 확진자 수 증가가 발생하면서, 다시 불안 심리가 확대되고 있는 상황 속에서 코로나19가 장기화되면 가정 내 소주, 맥주 수요는 계속해서 호조를 보일 것으로 전망된다.

POINT5 Post 코로나, 회복소비로 기대되는 업소용 시장 회복

만약 코로나19 사태가 빠른 시일내에 진정이 된다면 억눌려있던 소비 욕구가 분출되면서 회복소비 수혜주인 주류시장이 강세할 것으로 보인다. 하이트진로는 코로나19와 주류시장 전체의 약세에도 불구하고 소비자들의 높은 브랜드 선호로 M/S 상승세와 매출 성장을 지속 중이다. 코로나19 이슈 완화 후 사람들의 외부활동이 재개되면 확보된 M/S를 통해 업소용 시장 매출 회복을 기대할 수 있다.

Appendix

표1. 하이트진로의 Peer group EV/EBITDA Multiple

	하이트진로	롯데칠성	BUDWEISER	AB INBEV	ASAHI	KIRIN	HEINEKEN
EV/EBITDA	12.7	8.22	21.7	12.6	9.8	9	12.2

AB Inbev, ASAHI, KIRIN, HEINEKEN의 평균값을 이용하여 Target EV/EBITDA multiple 11을 적용한다.

표2. 주류규제 개선방안 주요 정책 캘린더

정책 과제	개정시기
타 제조업체 제조시설 이용한 위탁제조 허용	12월
주류 제조방법 변경 절차 간소화	12월
주류제조시설을 이용한 주류 외 제품 생산 허용 -무알콜 음료, 부산물(술 지게미)등	3분기
주류 제조면허 취소 규정 합리화	12월
주류 신제품 출시 소요 기간 단축	3분기
주류 첨가재료 확대(질소, 산소, 탄산가스)	12월
주류 택배 운반 허용	12월
주류통신판매기록부에서 구매자 주민등록번호 제외	3분기
음식점의 주류 배달 기준 명확화	3분기
홍보 목적 등의 제조면허 주종 이외 주류 제조 허용	12월
맥주,탁주에 대한 주류 가격신고 의무 폐지	12월
소주,맥주 표시 가정용, 대형매장용-> '가정용' 통합	3분기
납세증명표지 표시사항 간소화	3분기
전통주 제조자의 납세증명표지 첨부 의무 완화	3분기
대형매장의 면적기준 완화	3분기
전통주 양조장 투어 등 산업관광 활성화	12월
국가,지자체 전통주 홍보관의 시음행사 허용	3분기
주류 면허 관리 등에 관한 법률 제정	12월

출처: 기획재정부, 국세청

Appendix

추정재무제표
손익계산서

단위 : 억원

	2017	2018	2019	2020E
매출액	18,899	18,856	20,531	23,877
매출원가	10,861	11,237	11,813	12,563
매출총이익	8,038	7,619	8,718	11,314
판관비	7,166	6,714	7,836	9,246
영업이익	872	904	882	2,067
영업외수익	273	153	161	227
영업외비용	749	637	1,039	829
법인세비용	270	197	428	620
당기순이익	126.82	222.49	-423.49	845

자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

재무상태표

단위 : 억원

	2017	2018	2019	2020E
자산	35,076	34,281	32,709	34,022
유동자산	11,110	10,650	7,823	12,984
현금및현금성자산	2,874	2,910	1,442	3,123
단기금융상품	1,155	126	121	122
매출채권 및 기타유동채권	5,216	4,569	3,738	4,508
비유동자산	23,966	23,632	24,886	24,161
기타비유동금융자산	503	480	514	499
장기매출채권 및 기타비유동채권	465	396	334	398
유형자산	20,683	20,531	21,960	21,058
기타비유동자산	21	50	45	38
부채	22,901	22,658	22,377	22,645
유동부채	17,166	16,685	13,589	15,813
비유동부채	5,735	5,973	8,788	6,832
자본	12,175	11,624	10,332	11,377
지배기업주지분	12,168	11,618	10,325	11,370
자본금	3,688	3,688	3,688	3,688
자본잉여금	7,093	7,240	5,240	6,524
이익잉여금	2,300	1,763	2,389	2,151
비지배주지분	7	6	7	7

자료: 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 추정

NOTICE

본 보고서는 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 리서치 결과를 토대로 작성되었습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 충분히 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나, 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 해당 보고서는 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석 보고서의 지적재산권은 한국외국어대학교 증권투자연구회 POSTRADE 에 있음을 알립니다.